



## 最近の国内景気情勢

### ～日銀が新しい金融緩和の枠組みを導入～

主任研究員 木下 茂

#### 目 次

- 国内景気は踊り場局面が続く
- 企業の生産活動は上向きへ
- 所得環境の改善が消費の支えに
- 住宅は貸家中心に増加傾向
- 円高が製造業の投資下押し要因に
- 冴えない世界経済のもと輸出は低調
- インフレ率は年度末にかけて上向きへ
- 日銀は新しい金融緩和の枠組みを導入
- 「量的・質的金融緩和」を肯定的に評価
- 目先の追加緩和の緊急性は乏しい

#### ○国内景気は踊り場局面が続く

日本経済は踊り場局面にある。日銀短観（9月調査）によれば、大企業製造業の業況判断DIは前回6月調査比横ばいの+6、非製造業は同1ポイント悪化して+18となった。先行きについても製造業は今回調査比横ばい、非製造業は同2ポイントの悪化を見込むなど冴えない展開となっている。

もっとも、世界経済は全体として停滞が続き、為替市場では円高圧力が熾り続けているなど、企業の経営環境は芳しくない中で、景況感が一段と悪化していく兆候も窺われない。これについては、原油価格が低い水準で推移していることを背景に企業の交易条件が改善していること、このところ公共工事が増加に転じていることなどが景況感の下支えになっているためとみられる。

今後については、今回の短観における企業の想定為替レートが107.92円/ドルと足元のレートに比べ円安になっており、いずれ製造業の利益計画が下方修正を迫られるリスクがある一方で、28.1兆円の経済対策を具体化した第二次補正予算が成立、年度末にかけて執行が進むこともあり、企業の景況感が一方的

に悪化していく展開は見込んでいない。

#### ○企業の生産活動は上向きへ

企業の生産活動はこのところ上向きの動きをみせている。8月の鉱工業生産（確報、10月17日公表）は前月比1.3%の増加となった。また、生産予測調査によれば9月は同+2.2%、10月も同+1.2%と増産の計画となっている（第1図）。業種別にみると、輸送機械においては熊本地震に伴う操業停止からの挽回生産、電子部品・デバイス工業においては新型スマートフォンの部品作り込みの動きが

（第1図）鉱工業生産の推移（季調値）



（注1）直近2か月分は予測指数で延伸

（注2）経済産業省のデータより作成



反映されている模様である。仮に9月の生産実績が予測調査どおりになった場合、7～9月期の生産水準は4～6月比+1.9%、経済産業省が過去の修正状況を加味して算出している「先行き試算値」（9月前月比：+1.5%）並みとなった場合でも同+1.7%となり、いずれにしても7～9月は前期比増産となる可能性が高い。

○所得環境の改善が消費の支えに

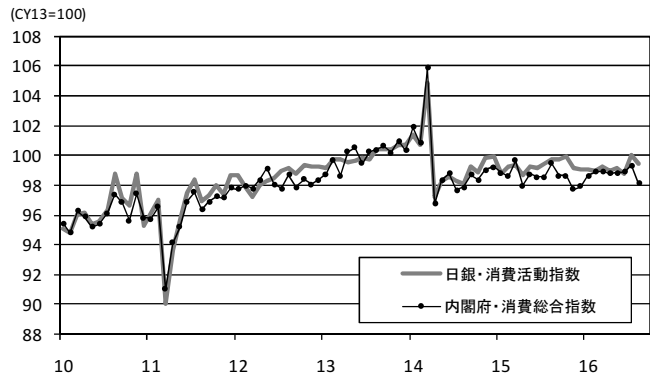
個人消費は横這い圏内の動きが続いている。「消費活動指数」(日銀)、「消費総合指数」(内閣府)の動きをみると、いずれも7月に上昇した後、8月は悪化となった(第2図)。今年の8月は台風の上陸が4度に及んだ(気象庁調べ)ことから、外出を控えるなどの消費抑制要因となった可能性がある。

先行きについては、所得環境の改善が支えになるとみている。一人あたりの名目賃金の伸びは依然緩やかなものにとどまっているものの、雇用者数の増加からマクロベースの雇用者報酬は増加が続いている(第3図)ことに加え、このところのインフレ率の低下は実質ベースの所得押し上げ要因となることから、消費は緩やかながら持ち直していくものと予想している。

○住宅は貸家中心に増加傾向

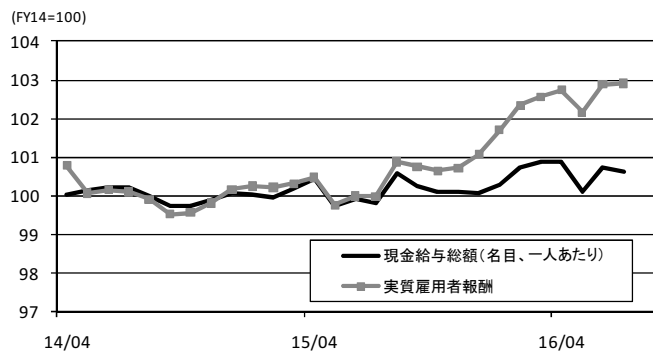
住宅着工は増加基調を維持しているとみられる。8月の総着工戸数(季調値、年率)は95.6万戸と前月の100.5万戸からは小幅減少したものの、前回消費税率引き上げ(14年4月)前に駆け込み需要が盛り上がった時期並みの水準にある。内訳をみると、分譲がマンションの失速から減少しているものの、相続税対策を背景として貸家が引き続き牽引役と

(第2図) 消費指標の推移(季調値)



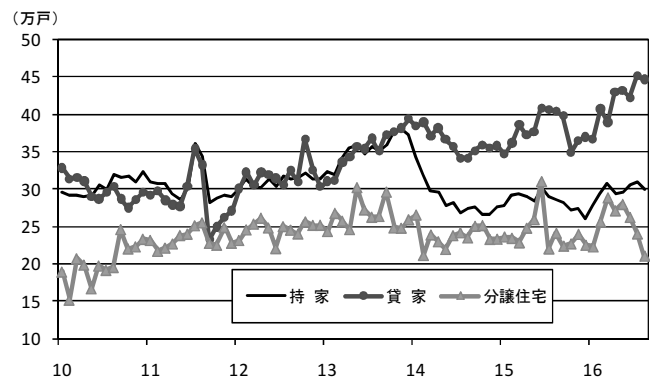
(注) 日本銀行、内閣府のデータより作成

(第3図) 賃金・所得の推移(季調値、3か月移動平均)



(注1) 実質雇用者報酬=実質現金給与総額×雇用者数  
(注2) 厚生労働省、総務省のデータより作成

(第4図) 住宅着工戸数の推移(季調値、年率)



(注) 国土交通省のデータより作成



なっている（前頁第4図）。関連の貸出も増加しており、金融機関の積極的な営業姿勢が影響しているとみられる（第5図）。加えて、マイナス金利政策開始後の住宅ローン金利の低下が需要を刺激している可能性もある。

○円高が製造業の投資下押し要因に

GDPベースの実質設備投資は今年4～6月に前期比-0.1%と小幅減少した。直近の円高、世界経済の減速などを受けて企業は様子見姿勢を強めたものとみられる。もっとも、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）はこのところ持ち直している（第6図）ほか、日銀短観（9月調査）における大企業の設備投資計画をみても、16年度は製造業が前年度比+11.2%、非製造業が同+6.5%、全産業で同+8.2%と企業は投資に前向きな姿勢を維持している（ソフトウェアを含み土地投資額を除くベース）。前回6月調査比での修正率もマイナスながら小幅にとどまっております。

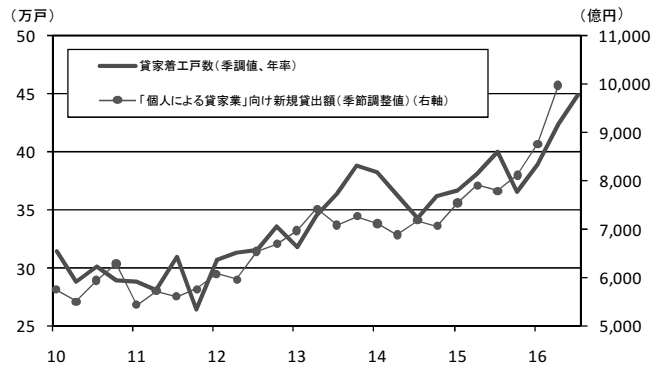
今後については、夏場までの円高が製造業の収益下押し要因となり、つれて設備投資も減額されていくリスクがある。設備投資の先行きについては慎重にみておく必要がある。

○冴えない世界経済のもと輸出は低調

最近の輸出数量の動きをみると、15年前半にやや弱含んだ後、足元にかけても横這い圏内の推移となっている（第7図）。背景には、世界経済の減速に加え、00年代の景気拡大期に比べて世界貿易全体の増加ペースが中期的に鈍化していることがあるとみられる（第8図）。

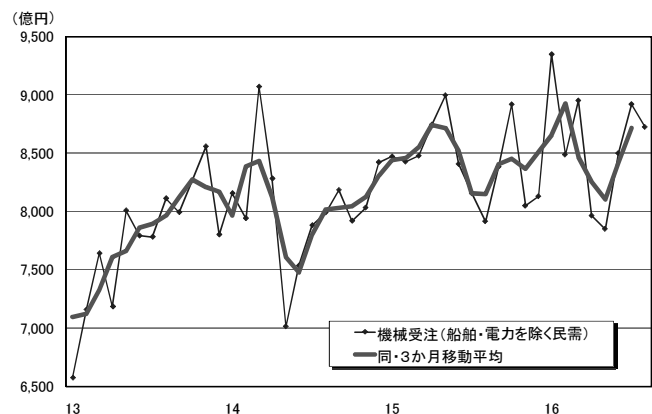
ここで、世界経済の当面の動向について、

（第5図）貸家着工戸数と銀行貸出の推移



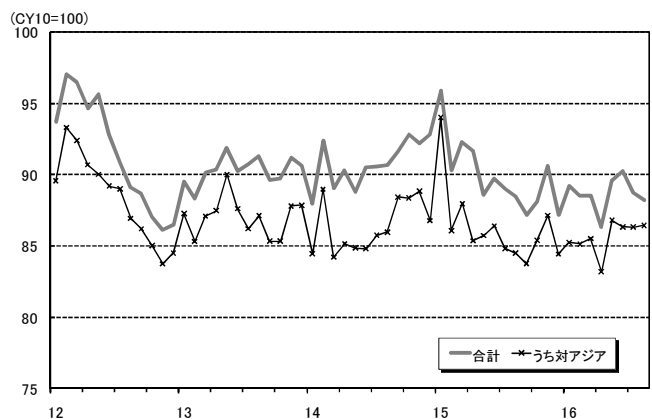
(注1) 着工戸数の直近は7～8月平均  
(注2) 国土交通省、日本銀行のデータより作成

（第6図）機械受注額の推移（季調値）



(注) 内閣府のデータより作成

（第7図）輸出数量の推移（季調値）



(注) 内閣府のデータより作成



直近のIMF経済見通しによりみると（第1表）、世界全体の成長率予測は前回7月時点のものから16・17年とも据え置かれ、それぞれ3.1%、3.4%となっている。16年は新興国が0.1%ポイント上方修正されたのに対し、先進国は0.2%ポイントの下方修正となった。これは、ユーロ圏と日本が上方修正となった（日本については消費税率引き上げ延期を反映）一方で、米国が下方修正されたことによるものである。

現状、世界経済の見通しがさらに悪化していく状況ではないものの、日本にとっての輸出環境は良好とはいえないことから、日本の輸出は引き続き低調な推移を余儀なくされよう。

○インフレ率は年度末にかけて上向きへ

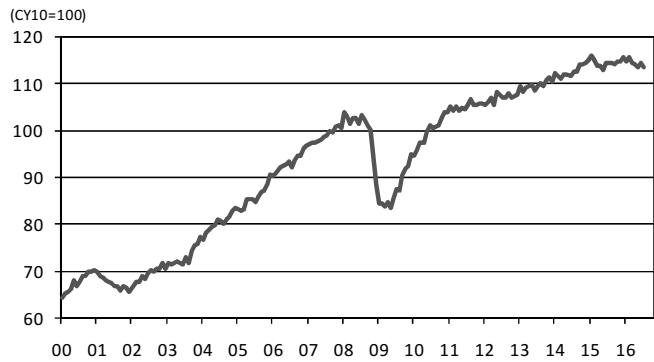
全国コアCPIはこのところ前年比マイナスで推移しており、8月分は前年比0.5%の下落となった（第9図）。直近では原油価格の上昇を反映して、エネルギー価格は下げ止まりつつあるが、一方で財価格の下落が続いている。年初以降の円高の物価押し下げ圧力の顕在化、GDPギャップの悪化などが背景にあると

（第1表）IMF世界経済成長率見通し（暦年、前年比）

	2015	2016	2017	7月見通しからの修正幅	
				2016	2017
世界	3.2	3.1	3.4	0.0	0.0
先進国	2.1	1.6	1.8	-0.2	0.0
米国	2.6	1.6	2.2	-0.6	-0.3
ユーロ圏	2.0	1.7	1.4	0.1	0.0
日本	0.5	0.5	0.6	0.2	0.5
英国	2.2	1.8	1.1	0.1	-0.2
新興国	4.0	4.2	4.6	0.1	0.0
中国	6.9	6.6	6.2	0.0	0.0

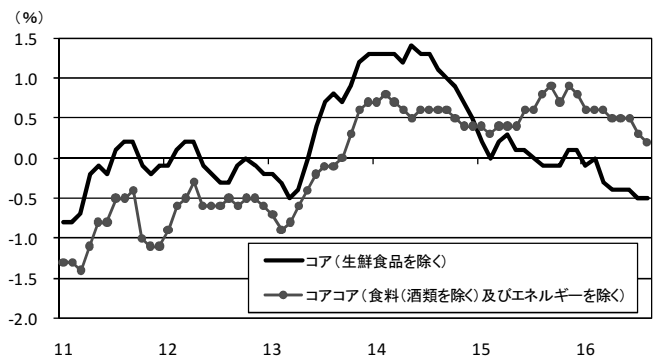
（注）IMF “World Economic Outlook October 2016” のデータより作成

（第8図）世界貿易数量の推移（季調値）



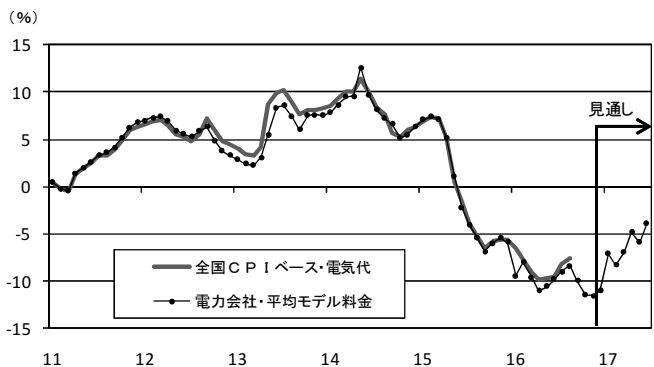
（注）オランダ経済分析局 “CPB World Trade Monitor” のデータより作成

（第9図）全国CPIの推移（前年比）



（注1）消費税率引き上げの影響を除くベース  
（注2）総務省のデータより作成

（第10図）電気料金の推移（前年比）



（注1）電力会社・平均モデル料金は10社の加重平均  
（注2）平均モデル料金の公表値は今年11月分まで。12月～17年6月はJA共済総研見通し  
（注3）総務省、電力10社プレスリリースのデータより作成



みられる。今後については、エネルギー価格の下げ止まりがインフレ率の下支え要因になる（前頁第10図）ほか、円高の影響も徐々に減衰してくることから、インフレ率は年度末にかけて徐々に上向いてくる展開が予想される。

### ○日銀は新しい金融緩和の枠組みを導入

こうした状況下、日本銀行は9月20・21日の金融政策決定会合において、金融緩和の新しい枠組みとして「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。内容は、①「イールドカーブ・コントロール」、②「オーバーシュート型コミットメント」である。

①は、短期金利については従来同様当座預金の政策金利残高に $-0.1\%$ の金利を適用した上で、長期金利については10年物国債利回りが概ね $0\%$ 程度で推移するように長期国債の買い入れを行っていく、というものである。②は、 $2\%$ の物価安定目標実現を目指し、消費者物価指数（生鮮食品を除く）の前年比上昇率の実績値が安定的に $2\%$ を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する、というものである。

今回の決定により、マネタリーベースは操作目標から外れ、長短金利を操作対象とする枠組みに移行することとなった。また、 $2\%$ の物価安定目標自体には変更はないが、従来の「2年程度の期間」という設定が外れたこと、「オーバーシュート型」と称し、「実績値が安定的に $2\%$ を超えるまで」と明示することにより物価安定目標に対するコミットメントを強化したことなども大きな変化といえるだろう（黒田総裁は13年4月の量的・質的金融緩和導入時の記者会見において、 $2\%$ 実現以前でも緩和解除は可能、ととれる発言を

していた<sup>1)</sup>）。

なお、追加緩和手段として、①短期金利の引き下げ、②長期金利操作目標引き下げ、③資産買い入れの拡大、④マネタリーベース拡大ペースの加速、を明記しているが、これは、「金融緩和手段が限界に近づいているのでは」との最近の市場などでの議論を意識したものではないかと考えられる。

### ○「量的・質的金融緩和」を肯定的に評価

さて、今回の新しい枠組み導入決定に伴って異次元緩和及びマイナス金利政策の効果についての検証結果も発表された。これは前回7月下旬の金融政策決定会合後に予告されたものであり、市場などでは、この検証結果を踏まえて何らかの政策転換が行われるのではないかと観測が強まっていた。

ここで、その「総括的な検証」のポイントを確認しておこう（第2表）。まず、13年に開始した「量的・質的金融緩和」の効果を肯定的に評価しつつ、今なお $2\%$ の物価安定目標未実現の理由について、原油価格低下などの外的要因や日本の物価予想形成における「適合的な期待形成」要素（過去の実績インフレ率の影響を受けやすい）の強さが作用したと分析、これに対しては中銀の物価安定目標に基づく「フォワード・ルッキングな期待形成」要素を強める必要があるとした。

一方で、マイナス金利政策は長短金利を大きく低下させる効果があったこと、需給ギャップを改善させるには短・中期ゾーンの金利低下が有効であるという分析結果を示した上で、長期金利の過度な低下やイールドカーブのフラット化は金融機関収益や年金などの運用利回り圧迫要因になるとも指摘している。

以上の検証結果は、今回の政策枠組み変更



(第2表)「総括的な検証」のポイント

- ・「量的・質的金融緩和」は、実質金利の低下を通じて経済・物価の好転をもたらした。
- ・しかしながら、2%の物価安定目標は実現せず。これは、①原油価格の下落、②消費税率引き上げ後の需要の弱さ、③新興国経済減速及びそのもとの国際金融市場の不安定化、といった外的要因から実際の物価上昇率が低下した結果、予想物価上昇率も鈍化したため。
- ・日本の場合、米国などと違って、人々の物価予想形成が過去の実績の影響を受けやすい(適合的期待形成)。
- ・2%の物価安定目標を達成するためには、中央銀行の物価目標を背景とした「フォワード・ルッキングな期待形成」の要素を強めていく必要がある。
- ・マネタリーベースと予想物価上昇率は、長期的な関係を持つものと考えられる。
- ・マイナス金利導入は、国債買い入れと合わせ、長短金利を大きく引き下げた。
- ・もともと、こうした金利低下は金融機関収益を圧迫するほか、長期・超長期金利の過度な低下は保険や年金の運用利回りの低下などを通じて、マインドの悪化をもたらす可能性。
- ・実証分析によれば、短・中期の金利が下がった場合の需給ギャップを改善させる効果が最も大きく、年限が長くなるに従いその効果は小さくなる。

(注) 日本銀行公表資料(「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証)より作成

とどのように関連づけられるのだろうか。まず、「イールドカーブ・コントロール」については、国債買い入れやマイナス金利政策による金利低下効果が明確であったこと、需給ギャップを改善させるうえでは短・中期ゾーンの金利低下がより有効なこと、を踏まえた上で、長期の金利の過度な低下やイールドカーブのフラット化は弊害が大きいことから、むしろイールドカーブのある程度のスティープ化を狙ったものと思われる。

また、「オーバーシュート型コミットメン

ト」については、日本の物価予想形成が過去の実績インフレ率の影響を受けやすいことに鑑み、「実績値が安定的に2%を上回るまで」として、コミットメントの程度を従来よりも強めた、ということであろう。

○目先の追加緩和の緊急性は乏しい

今回の枠組み変更については、金融機関収益への悪影響などに一定の配慮を示したこともあり、今年1月のマイナス金利導入時のようなネガティブな反応は出ていないようだ。もともと、10年債利回りの誘導水準がなぜ0%なのか、「オーバーシュート型コミットメント」を宣言することにより人々の物価予想形成において「フォワード・ルッキングな期待形成」の要素を本当に強められるのか<sup>2</sup>、「イールドカーブ・コントロール」の導入に伴い、量的指標は直接の操作目標から外されたはずであるが、依然として国債買い入れ増加額のめど(年間約80兆円)が明記されていることと矛盾はないのか<sup>3</sup>、といったわかりにくさは残る。これらの点も含めて今後丁寧な説明が日銀には求められよう。

なお、日本の景気・インフレの現状を考えると、芳しい状態とはいえないものの一段と悪化していく状況でもなく、今回の新しい枠組みに沿って考えた場合、特に「2年で2%」の物価安定目標達成時期が外されたこともあり、目先追加緩和を迫られるような緊急性は乏しいとみられる。実際黒田総裁も10月8日にワシントンで講演した際、「現時点では追加緩和は不要」との発言をしている。一段の金融緩和は今後過度な円高進展や世界経済の予想外の減速といったリスクが顕在化した場合のために温存しておくものと考えられる。

(10月17日 記)



(補論 1)

「総括的な検証」においては、予想物価上昇率とマネタリーベースの関係について、「短期的というよりも長期的な関係を持つものと考えられる」と述べている。ここで、両変数の動きを改めて確認すると、一応は連動しているようにも見受けられる(補論第1図、第2図)。もっとも、これは9月20・21日の「金融政策決定会合における主な意見」においても指摘されていたように、為替変動を介した表面的な相関関係を示しているに過ぎない可能性がある。

(補論 2)

今回の日銀の新枠組みはどの程度の金融緩和効果をもたらすのだろうか。この点を確認するため、「仮に13年から今回の新枠組みでの緩和措置を実施していたら」という視点でシミュレーションを試みた。結果は補論第3図に示すとおり、GDP、CPIとも一定の押し上げ効果が出ており、今回の新枠組みは従来の異次元緩和よりも強口であることを示唆している。

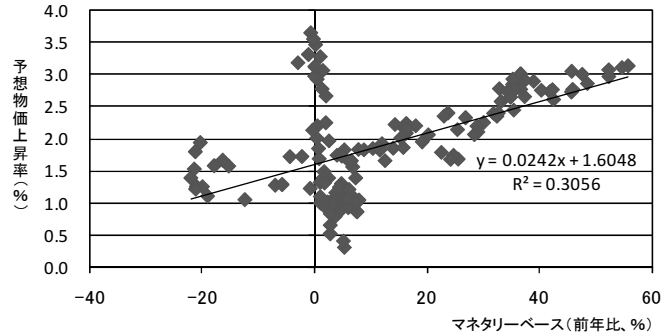
(注)

1 当該記者会見における記者と総裁のやり取りは以下。

「(問) 時間軸について伺います。今回、時間軸について、「2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する」とあります。これは、安定的に継続することが見通せれば解除できるという意味なのか、教えて下さい。

(答) 公表文にある通り、両面あると思います。ある場合には、物価上昇率が一時的に2%になっても、まだ安定的に物価安定目標が持続するという状況になれば緩和を続けるわけです。一方、物価上昇率が2%になっていなくても、既に2%の物価安定目標が持続的に維持できる状況になっていれば、それ以上の緩和は必要ないかもしれません。いずれにせよ、公表文にあるように、物価と経済の動向について、上下双方向のリスク要因を点検しながら、調整が

(補論第1図) マネタリーベース(前年比)と予想物価上昇率の関係(散布図)

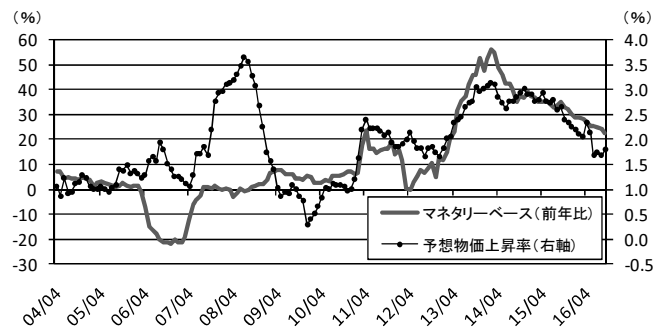


(注1) サンプル期間：04年4月～16年9月

(注2) 予想物価上昇率は、消費動向調査における物価見通しについての回答を加重平均したもの

(注3) 日本銀行、内閣府のデータより作成

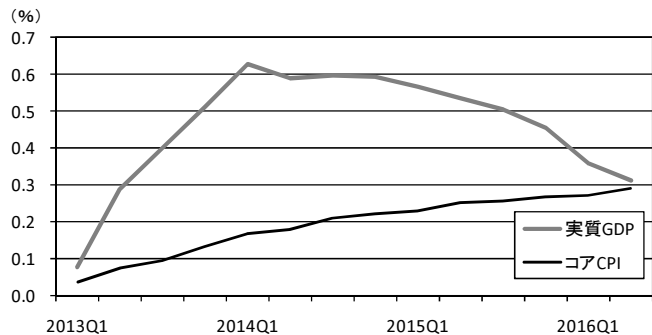
(補論第2図) マネタリーベース(前年比)と予想物価上昇率の関係(時系列)



(注1) 予想物価上昇率は、消費動向調査における物価見通しについての回答を加重平均したもの

(注2) 日本銀行、内閣府のデータより作成

(補論第3図) 新金融緩和枠組みの緩和効果試算



(注1) J A 共済総研マクロモデルを用いたシミュレーション。2013年以降、コールレート：-0.1%、10年債利回り：0%、マネタリーベース年間増加額：80兆円と設定

(注2) 標準解からの乖離率

(注3) 内閣府、日本銀行などのデータより作成



あり得るということです。」(2013年4月4日分  
総裁記者会見要旨より引用)

- 2 中央銀行が将来の金融政策の方針を明示する手法は「フォワードガイダンス」と呼ばれる。市場参加者の期待に働きかけることにより政策効果を狙うものである。今回の日銀の「オーバーシュート型コミットメント」もインフレ率の動きに応じて将来の政策を約束している点で、フォワードガイダンスとみなすことができるだろう。

ところで、Campbell, Evans, Fisher and Justiniano (2012) によれば、フォワードガイダンスは、①中銀が時々の状況に応じて見通しを述べるものの、自らの将来の行動まで約束しているわけではない「デルフィ的」(古代ギリシャにおける神託地から)、②中銀が自らの将来の行動を制約する「オデュッセイ的」(ホメロスの叙事詩「オデュッセイア」において、セイレーンの歌に惑わされないように自らを船のマストに縛り付けたオデュッセウスの行動から)、の二類型に分類されるという。

今回の新コミットメントについて、インフレ率が2%を安定的に上回ることを許容する点において、日銀は「オデュッセイ的」な強固なコミットメントである、という意図を込めたものとみられる。もっとも、こうした政策意図が金融市場関係者はともかく、一般国民にまで浸透するかどうかはやはり不透明であろう。

- 3 この点につき、前FRB議長のバーナンキ氏は自身のブログで、「量的目標を取り下げた場合、市場がテーパリングと誤解することを日銀は懸念したのでは」との見解を述べている。

#### <参考文献>

- ・「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証 (2016年9月21日 日本銀行)
- ・今久保圭、小島治樹、中島上智 (2015) 「均衡イールドカーブの概念と計測」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ
- ・「我が国の金融政策とフォワードガイダンス—金融政策運営についてのコミュニケーション政策—」  
(国際通貨基金及び米国連邦準備制度理事会における講演、2013年9月19・20日 白井審議委員 (当時))  
([https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/ko130921a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130921a.htm/))
- ・岩田一政、日本経済研究センター (2014) 『量的・質的金融緩和 政策の効果とリスクを検証する』日本経済新聞出版社
- ・岩田一政、左三川郁子、日本経済研究センター (2016) 『マイナス金利政策 3次元金融緩和の効果と限界』日本経済新聞出版社
- ・渡辺努 (2016) 『慢性デフレ 真因の解明 (シリーズ現代経済研究)』日本経済新聞出版社
- ・Ben S. Bernanke, September 21, 2016, “The latest from the Bank of Japan”  
(<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/09/21/the-latest-from-the-bank-of-japan/>)
- ・J. Campbell, C. Evans, J. Fisher and A. Justiniano (2012) “Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012.